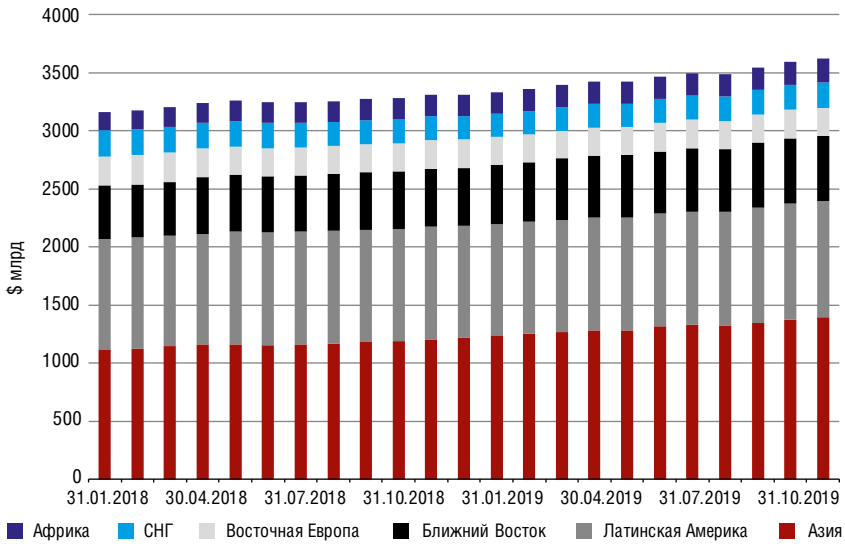
Еврооблигации Emerging Markets: общая ситуация и точечные истории

В 2019 году Федеральная резервная система США трижды снижала учетную ставку: границы целевого диапазона изменились с 2.25–2.5% до 1.5–1.75%. Доходность 10-летних казначейских облигаций США снизилась за год на 75 б.п. — с 2.75% до 2%. Одновременно на рынке уже обращается на $14 трлн бондов с отрицательной доходностью. Эти условия вызвали ралли на рынке облигаций Emerging Markets (EM). На фоне снижения ставок многие эмитенты воспользовались моментом и разместили новые бумаги.

Объем рынка облигаций EM вырос за прошлый год на 9.3% и составил около $3.9 трлн. Рост объемов эмиссии наблюдался абсолютно по всем регионам. С точки зрения распределения по валютам никаких сюрпризов не случилось. Доллар незначительно укрепил свои позиции, и тренда по диверсификации корзины валют, который мы видели несколько лет назад, не наблюдается.

Рисунок 1
Объем рынка еврооблигаций Emerging markets, 2018–2019



Источник: Cbonds

Среди примечательных фактов:

- Китай и Гонконг нарастили долю в общем объеме размещения (27%+12% против 24%+11% годом ранее);
- 3-е место по объему размещения, принадлежавшее Мексике, в 2018-м заняли ОАЭ;
- Россия и Индия вытеснили Сингапур и Катар из топ-10 стран-эмитентов.

К слову, эмитенты из России были достаточно активны и за 2019 год разместили еврооблигации на $20 млрд (в 2 раза больше, чем в 2018 году). Речь, конечно, не идет о «досанкционных» объемах, но 31 эмиссия — неплохой результат относительно предыдущих лет. Эмитенты Украины также были активны и по итогам года разместили 16 выпусков еврооблигаций на сумму $6 млрд.

Регион Латинской Америки в целом по объему размещения повторил динамику 2018 года. Рынок потерял Аргентину, которая в 2018 году еще размещала бумаги, но в 2019-м — уже нет. Хуже того, в Аргентине наметилась очередная реструктуризация. 20 декабря 2019 года агентство Fitch понизило суверенный рейтинг до «выборочного дефолта», а

S&P — до «ограниченного дефолта»: правительству не хватало ликвидности, и оно в одностороннем порядке продлило сроки погашения по внутренним билсам. Агентства классифицировали это как «обмен проблемных долгов», но на следующий рабочий день повысили рейтинг до CC. То же самое было и в конце августа. Фактически дефолта нет, комитет кредитных деривативов не посчитал это кредитным событием, продавцы CDS ничего не выплачивали.

РЕКОРД ЗА РЕКОРДОМ

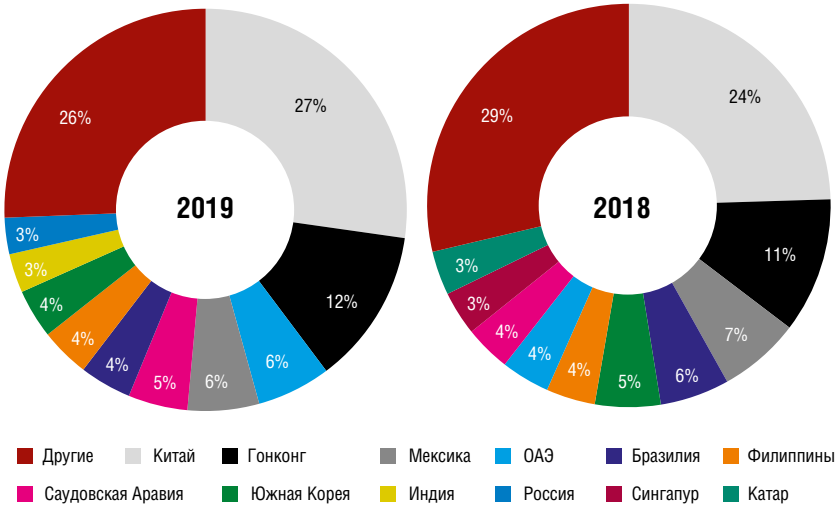
2020 год начался с рекордов: в январе эмитенты Emerging Markets разместили еврооблигаций на $117 млрд (и это самый большой объем, размещенный когда-либо за месяц). Размещались главным образом эмитенты Латинской Америки, Ближнего Востока и Азии. Из Африки «прибыл» самый длинный по сроку африканский бонд за всю историю рынка: Гана разместила 40-летний транш еврооблигаций. Ставки на рынке максимально низкие. Спред облигаций EM к казначейским облигациям США снижался, что фиксируют как индикатор Euro-Cbonds, так и индекс EMBI Global от J. P. Morgan. Разница между ними объясняется различным набором стран в портфеле, вместе с тем динамика индексов практически идентична. На начало февраля 2020 года долларовые еврооблигации EM обеспечивали доходность на 277 базисных пункта выше, чем казначейские облигации США. Сужение спреда фиксирует увеличение аппетита инвесторов к риску EM.

Польше (которая формально относится к эмитентам EM) в начале 2020 года удалось даже разместить в евро облигации с отрицательной доходностью (минус 0.102%).

На вторичном рынке в 2019 году наблюдалось снижение доходности еврооблигаций по всем субрегионам мира. Индексы Euro-Cbonds тому подтверждение.

Истории, влияющие на дальнейшую динамику: распространение коронавируса, торговая война между США и Китаем, отношения между США и Ираном. Рынок также смотрит и обсуждает возможную рецессию в США.

Ниже мы приводим мнение экспертов, принимавших участие в сессии «Рынок облигаций EM» в ходе XVII Российского облигационного конгресса Cbonds, о возможном развитии ситуации на наиболее обсуждаемых развивающихся рынках.



Источник: Cbonds

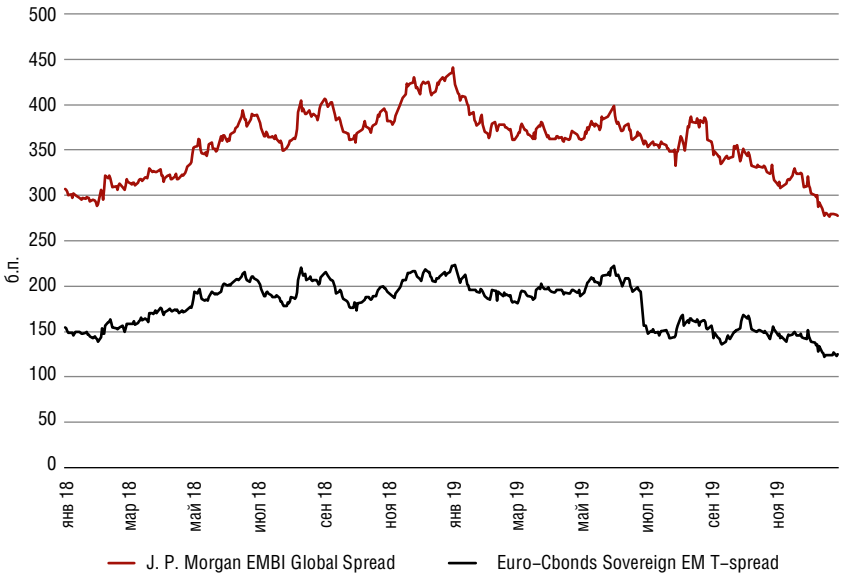
Рисунок 2
Объем новых выпусков еврооблигаций EM по странам, 2018–2019

ОБ АРГЕНТИНЕ

Алексей Третьяков,
основатель,
генеральный директор,
УК «Арикапитал»

Самым важным событием в начале 2020 года будет реструктуризация (или нереструктуризация) аргентинского суверенного долга. Потому что Аргентина — это уникальный кейс. Еще два года назад отношение долга к ВВП было где-то на уровне 40–50%. Сейчас долг может стабилизироваться по отношению к ВВП в районе 70%, что в современном мире считается вполне нормальным уровнем, с которым даже можно иметь инвестиционный рейтинг. Например, мы знаем, что Египет в 2019 году был очень при-

Рисунок 3
Euro-Cbonds Sovereign EM T-spread & J. P. Morgan EMBI Global Spread



Источник: Cbonds

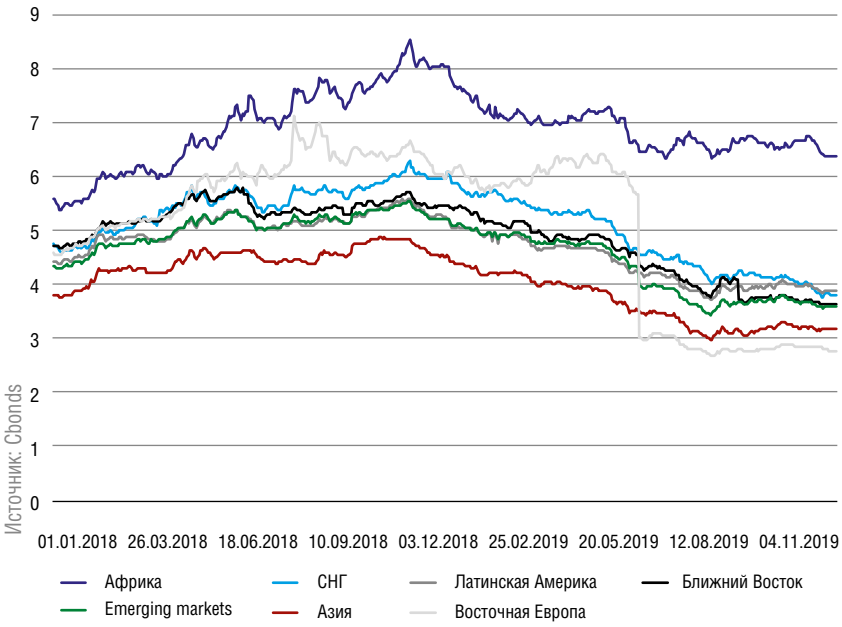


Рисунок 4
Эффективная доходность суверенных еврооблигаций (Euro-Cbonds)

влекательным рынком для инвесторов, хотя у страны показатель «долг к ВВП» — 100%. Поэтому по Аргентине одно из двух: если произойдет недружелюбная реструктуризация долга, это вынудит серьезно переоценить кредитные риски на очень большом количестве рынков, а если Аргентина все-таки проведет более-менее friendly-реструктуризацию (возможно, просто пролонгирует долг), тогда она станет главным кандидатом на позитивный пересмотр рейтинга.

Таблица 1
Кредитные действия по странам Emerging markets, 2019–2020

	Moody`s	S&P	Fitch
Турция	B1	B+	BB-
Ливан	Caa2	CCC	CCC
Хорватия	Ba2	BBB-	BBB-
Саудовская Аравия	A1	A-	A
Украина	Caa1	B	B
Ямайка	B3	B+	B+
Гонконг	Aa2	AA+	AA
Аргентина	Caa2	CCC-	CC
Венгрия	Baa3	BBB	BBB
Россия	Baa3	BBB-	BBB
Словения	Baa1	AA-	A
Мексика	A3	BBB+	BBB
Индонезия	Baa2	BBB	BBB
Филиппины	Baa2	BBB+	BBB
Панама	Baa1	BBB+	BBB
Египет	B2	B	B+
Оман	Ba1	BB	BB+
Коста–Рика	B1	B+	B+

Примечание:
Серый — повышение кредитного рейтинга* в 2019–2020 годах
Красный — снижение кредитного рейтинга* в 2019–2020 годах
Черный — кредитный рейтинг* без изменений в 2019–2020 годах

*кредитный рейтинг – Foreign Currency Long Term

Александр Кудрин,
главный стратег, «АТОН»

Мне кажется, что реструктуризация по долгу Аргентины произойдет с вероятностью 100%, потому что при текущей полупозиции, когда у страны большой долг и она его обслуживает, к тому же у нее довольно тяжелый график погашения, который стартует с 2021 года, не реструктурировать долг не получится. Вопрос в том, на каких условиях это будет сделано и как реструктуризацию оценят рейтинговые агентства.

В целом есть довольно хороший шанс на то, что реструктуризация будет дружелюбной и что рейтинговые агентства оценят ее скорее как позитивный факт. Но значимо не само по себе потенциальное повышение рейтинга, а детали сделки, которые, возможно, возникнут. При любой реструктуризации надо ответить себе на один вопрос: Аргентина решает проблему ликвидности или кредитоспособности? Проблему ликвидности решить очень просто, и есть вариант, который активно обсуждается: просто взять и убрать все платежи как по основной сумме долга, так и, возможно, по процентам на ближайшие 5 лет, а потом инвесторам выплатить все сполна. Но это решение не имеет ничего общего с проблемой кредитоспособности страны. И здесь очень важно смотреть, какие есть перспективы у экономики. Пока ситуация не выглядит однозначной, но есть несколько факторов, на которые стоит обратить внимание. Один из таких больших факторов — полноценный запуск нефтегазового месторождения Вака Муэрта. Это событие означает изменение позиции Аргентины на рынке энергоресурсов с чистого импортера на чистого экспортера. Если это действительно произойдет на горизонте в 2–3 года, то расклады по Аргентине серьезно поменяются.

Я вижу здесь перспективы и с вероятностью 80% предполагаю, что реструктуризация будет дружелюбной по отношению к инвесторам. Поэтому Аргентина — довольно интересный кейс, хотя есть и вариант, что правительство не договаривается с инвесторами и все идет по жесткому сценарию. В таком случае уровни, которые есть сейчас (около 40% от номинала), могут оказаться даже высокими.

Кирилл Тремасов,
директор по инвестициям, ЛОКО-Инвест

В 2019 году в мире были две большие девальвации — турецкой лиры и аргентинского песо. Девальвация турецкой лиры моментально привела к выправлению счета текущих операций, а инфляционная картина нормализовалась. По Аргентине такого резкого изменения не произошло. Более того, реальный курс песо изменился не очень сильно, потому что инфляция моментально догоняет. В Аргентине инфляция в 2019 году была на уровне 50–55%, и не видно тренда к замедлению. Поэтому, пока нет макротрендов, которые свидетельствовали бы об улучшении картины именно в экономике, реструктуризация — это как мертвому припарка. Да, у спекулянтов появятся возможности, но это не изменит картину с кредитоспособностью экономики.

О ЛАТИНСКОЙ АМЕРИКЕ В ЦЕЛОМ

Кирилл Тремасов:
Латинская Америка — самый, наверное, важный регион для инвесторов в развивающиеся рынки. При этом во второй половине 2019 года туда, можно сказать, прилетели «черные лебеди». Мы видели масштабные протесты в Чили, протесты прокатились также по широкому кругу стран, включая Эквадор, Перу, Боливию. Продолжается многолетняя история с Венесуэлой. То, что происходит в Латинской Америке, многие уже начинают сравнивать с арабской весной 2011 года.

Александр Кудрин:
Безусловно, риски в Латинской Америке велики. Этот регион никогда не отличался стабильностью, он качается из правой части политического спектра в левую и обратно. Именно это сейчас и происходит: традиция протестов существует практически во всех странах. Поэтому экспозиция на Латинскую Америку в глобальных портфелях скорее всего будет сокращаться.

Я бы обратил внимание на то, что в Чили формальной причиной для протеста стало повышение цен на метро в Сантьяго, что кажется полной ерундой. В действительности социальное расслоение, которое в Чили присутствует, очень существенное. В акциях протеста принимает участие около 1.5 миллиона человек, при том, что все население страны составляет примерно 18 миллионов. То есть 10% населения выходит на улицы, а если мы уберем стариков и детей, то эта доля увеличится, наверное, до 30–40%. Это говорит о том, что запрос общества на социальную справедливость будет каким-то образом удовлетворяться. Как правило, это означает не очень хорошие новости для внешних инвесторов, потому что социальные расходы бюджета будут расти, и так далее, и тому подобное. Я хотел бы подчеркнуть, что, когда вы покупаете облигации той или иной страны, нужно обращать внимание на социальный фактор, который в современном мире начинает иметь все большее значение. Именно он и может привести вот к таким относительно неожиданным взрывам, как это произошло в Чили. Хотя фундаментально страна выглядит прекрасно.

Алексей Третьяков
Бразилия, мне кажется, может стать следующей страной с большим финансовым кризисом и бегством капитала. Показатель «долг к ВВП» уже перешагнул 80%, при этом в стране очень низкие процентные ставки (4.25% по состоянию на начало февраля 2020 года. — *Ред.*).

И хотя долг именно внутренний, номинированный в местной валюте, что, кажется, хорошо с точки зрения бюджета (он дешевый и легко напечатать валюту), но с точки зрения населения, логичнее забрать деньги из банка и положить под подушку или перевести за границу, потому что в долларах депозиты в бразильских банках держать нельзя. То, что сейчас бразильские облигации торгуются практически как investment grade, — это явно преувеличение. Регион, безусловно, интересный, занимает большую долю в индексах, поэтому стоит тратить время и продолжать за ним следить. Но вот входить в бумаги лучше, когда риски реализуются, как это произошло в Аргентине.

Александр Кудрин:
Мексика, очевидно, выиграет от подписания соглашения с США и Канадой о свободной торговле. Здесь можно ожидать ускорения роста экономики и выбирать определенные имена, которые выиграют от этого роста.

О ТУРЦИИ

Александр Кудрин:
Турция — прекрасная страна с очень хорошим потенциалом. Мы видели значительное улучшение макроэкономической картины во втором полугодии 2019 года как по инфляции, так и по счету текущих операций. Но ключевой вопрос — политика, вернее, не всегда предсказуемое поведение первого лица этого государства, которое может в значительной степени нервировать рынок и портить прекрасную макроэкономическую историю.

Алексей Третьяков:
Мне кажется, что в Турции помимо трудно предсказуемых политических рисков есть еще один момент. Вспомним ситуацию в России в 2014–2015 годах: после скачка доходности российские эмитенты практически ушли с рынка. Они начали погашать свои еврооблигации и этим вернули баланс спроса и предложения. Тогда даже возник дефицит бумаг. В Бразилии то же самое было в 2015–2016 годах. В Турции в 2019 году объем первичных размещений был очень высоким. Причем это касается и суверенных еврооблигаций, и банковских бумаг. Это, мне кажется, такой сигнал: занимая по высоким ставкам, турки не очень доверяют своим дальнейшим перспективам.

ОБ ИНДИИ

Александр Кудрин:
Есть очень интересный кейс Индии. По этой стране были очень хорошие оценки перспектив роста экономики. Более того, правительство пошло на фискальное стимулирование, и это был вполне обоснованный и грамотный шаг. Тем не менее результаты, которые пока показывает индийская экономика, разочаровывают. Я думаю, что Индия находится в той позиции, когда весь нереализованный потенциал в 2020 году может отыграть. Стоит присмотреться к этой стране повнимательнее.